



# **A influência do governo das sociedades na qualidade dos resultados**

por

Catarina Alves Ribeiro de Miranda

**Dissertação de Mestrado em Finanças e Fiscalidade**

**Orientada por:** Professor Doutor António de Melo da Costa Cerqueira

**Co-orientada por:** Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

**2014**

## **Nota Biográfica**

Catarina Alves Ribeiro de Miranda nasceu a 12 de Outubro de 1991. Licenciou-se em Gestão, na Universidade de Aveiro, em 2012, tendo concluído a licenciatura com média final de quinze valores.

Actualmente desempenha funções de auditoria a empresas não financeiras na empresa EY Portugal.

## Resumo

O objectivo da publicação das demonstrações financeiras é transmitir informação económica relevante aos presentes e potenciais utilizadores desta informação. Sendo assim é de esperar que os utentes da informação financeira valorizem e apreciem a qualidade dessa informação que é importante no processo de tomada de decisão em contexto de incerteza. Consequentemente, estes têm vindo a exigir mecanismos ou abordagens que visam melhorar a qualidade da informação financeira e assim minimizar a ocorrência do fenómeno vulgarmente designado por manipulação de resultados “*earnings management*”.

O objectivo deste estudo é investigar o papel dos factores do governo das sociedades, como as características do conselho de administração e a estrutura accionista, sobre a qualidade da informação financeira medida pela *proxy* designada por “*accruals quality*”. Este trabalho empírico utiliza uma amostra constituída por empresas pertencentes ao índice FTSE 100 da bolsa de valores de Londres. A literatura existente sobre este tema, utilizando diferentes mercados, amostras, períodos e metodologias tem apresentado resultados divergentes. Os nossos resultados evidenciam que algumas dimensões do governo das sociedades têm impacto na melhoria da qualidade dos resultados publicados pelas sociedades.

**Palavras-chave:** Governo das sociedades; Qualidade dos resultados; *Accruals quality*

## **Abstract**

The aim of the publication of financial statements is to transmit relevant economic information to present and potential users of this information. Therefore it is expected that users of financial information to value and appreciate the quality of information that is important in the decision-making process under uncertainty. Consequently, they have been demanding mechanisms or approaches that aim to improve the quality of financial information and thus minimize the occurrence of the phenomenon commonly known as manipulation of results, "earnings management".

The aim of this study is to investigate the role of corporate governance factors such as, the characteristics of the board and the shareholder structure, in the quality of financial information measured by proxy called "accruals quality". This empirical study uses a sample of companies within the FTSE 100 index of the London Stock Exchange. The existing literature on this topic, using different markets, sample periods and methodologies has shown conflicting results. Our results show that some dimensions of corporate governance have an impact on improving the quality of results published by companies.

**Keywords:** Corporate governance; Quality of the results; accruals quality

## Índice

Nota Biográfica.....	i
Resumo .....	ii
Abstract.....	iii
Índice de Tabelas .....	v
1. Introdução.....	1
2. Revisão da literatura .....	4
2.1 A Teoria da Agência e o Governo das Sociedades .....	4
2.2 Governo das sociedades e qualidade da informação financeira.....	5
3. Metodologia.....	10
3.1 Accruals Discrecionários .....	11
3.2 Qualidade dos accruals.....	13
3.3 Modelo Empírico .....	15
4. Variáveis.....	17
5. Amostra .....	20
6. Resultados.....	22
6.1 Estatística Descritiva.....	22
6.2 Matriz de correlação.....	23
6.3 Análise Multivariada.....	24
7. Conclusão .....	29
Bibliografia .....	31

## Índice de Tabelas

Tabela 1.....	17
Tabela 2.....	21
Tabela 3.....	22
Tabela 4.....	23
Tabela 5.....	24

# 1. Introdução

Os recentes escândalos financeiros da Enron, Xerox e WorldCom associados às inapropriadas práticas contabilísticas e às irregularidades na divulgação da informação financeira têm conduzido a uma perda de confiança por parte dos investidores acerca da credibilidade da informação financeira transmitida pelas entidades. Desta forma, os investidores têm vindo a exigir o estabelecimento de abordagens que minimizem a incidência da manipulação dos resultados e que melhorem desta forma a qualidade dos resultados divulgados. Consequentemente, diversos países têm vindo a implementar regras que visam melhorar as práticas do governo das sociedades. Um país pioneiro na adopção de regras do governo das sociedades foi o Reino Unido com a publicação do Cadbury Report. O principal objectivo da introdução de regulamentação na temática do governo das sociedades é sobretudo melhorar o ambiente da governação nas empresas (Bhagat & Bolton, 2009).

No seguimento de Denis e McConnell (2003) este estudo classifica os mecanismos do governo das sociedades em duas categorias: conselho de administração e a estrutura de controlo. O objectivo principal é analisar os efeitos desses factores na qualidade da informação financeira, isto é verificar se tais mecanismos do governo das sociedades contribuem para o aumento da qualidade dos resultados. A análise apresentada neste estudo é uma continuação às investigações de Peasnell et al. (2005) pois para além de se efectuar uma análise a algumas características do conselho de administração, como a dimensão do conselho de administração, o número de directores independentes, a dualidade CEO/presidente e o número de pessoas do género feminino a ocupar posições de direcção no conselho de administração, acrescenta-se também à análise a componente dos participantes no capital da empresa, como a percentagem de acções detidos pelos gestores e a concentração dos participantes com percentagem de acções maiores que 2%. A amostra utilizada na investigação é constituída pelas empresas inseridas na bolsa de valores de Londres, mais precisamente as empresas listadas no índice FTSE 100 para um período amostral de três anos (2010, 2011, 2012). Outro factor de diferenciação deste estudo é a utilização de uma metodologia relativamente mais recente na análise da qualidade dos resultados. O modelo utilizado caracteriza-se por ser a versão melhorada do modelo de Dechow e Dichev (2002) proposta por Francis et al. (2005), destacando-se por analisar a qualidade dos *accruals*

através da relação entre *accruals* e *cash flows* do período e períodos adjacentes. Seguidamente à análise da qualidade dos resultados, foi posteriormente desenvolvido o principal modelo empírico deste estudo, estimado pelo método dos mínimos quadrados (OLS) que examina a relação entre o sistema de governo de sociedades e a qualidade dos *accruals*.

Os resultados da investigação mostram que as variáveis como a participação de acções detidas pelos gestores no capital da empresa e a dimensão do conselho têm um impacto significativo na qualidade dos resultados.

Este estudo contribui para a literatura das seguintes formas. Primeiro, a temática do governo das sociedades tem sido alvo recentemente de muitos debates e discussões devido sobretudo à reformulação que sofreu principalmente com o aparecimento da teoria da agência. Os problemas de agência resultantes das relações de agência entre gestores e accionistas conduziram a que houvesse a necessidade de se implementar mecanismos de monitorização e controlo às acções da gestão de forma a mitigar comportamentos oportunistas dos gestores, e garantir o alinhamento dos interesses dos gestores e dos accionistas. Segundo Bushman e Smith (2003) o governo das sociedades é um mecanismo que visa garantir a credibilidade das demonstrações financeiras. Ou seja, é expectável que a existência de uma adequada estrutura do governo das sociedades reduza a manipulação dos resultados, visto que contribui para uma maior monitorização do processo de divulgação financeira. Este trabalho pode ser visto como uma extensão aos estudos realizados sobre temática da relação da qualidade do governo das sociedades e a qualidade dos resultados divulgados. Segundo, o estudo apresentado recorre a uma amostra de empresas cotadas na bolsa de valores de Londres, sendo que a grande maioria das investigações que examina a relação da qualidade do sistema do governo das sociedades com a qualidade da informação financeira advém principalmente de estudos que recorrem a amostras de empresas de outros países. Investigações anteriores como Peasnel et al. (2005) e Denis e McConnell (2003) recorrem a amostras de empresas do Reino Unido. Terceiro, o modelo empírico utilizado para estudar a relação entre qualidade dos resultados e governo das sociedades caracteriza-se por incluir variáveis que dizem respeito tanto ao conselho da administração e à estrutura accionista.



O estudo encontra-se dividido em quatro secções. Na secção II é apresentada a revisão da literatura, bem como as hipóteses da investigação. A secção III faz referência à metodologia que inclui a apresentação dos modelos, das variáveis e da amostra. Na secção IV são apresentados os resultados e realizada a discussão destes. Na secção V é apresentada a conclusão e as respectivas limitações do estudo.

## **2. Revisão da literatura**

### **2.1 A Teoria da Agência e o Governo das Sociedades**

A separação entre propriedade e controlo é uma das características inerentes das organizações modernas, contudo um dos problemas daí resultantes foram os conflitos de agência entre accionistas (principal) e gestores (agente).

Jensen e Meckling (1976) definem as relações de agência como um contrato em que uma das partes (o principal) recorre aos serviços de uma outra parte (o agente) para realizar um serviço que não pode ser realizado pelo principal. Consequentemente, isso implica que o principal delegue autoridade de tomada de decisão ao agente. É de realçar se ambas as partes da relação são maximizadores de utilidade, então haverá razões para acreditar que o agente não agirá sempre de acordo com os interesses do accionista. Desta forma, quando o gestor (agente) se depara perante uma decisão que afecte tanto o seu próprio interesse, como o interesse do accionista (principal), este tenderá a olhar primeiramente para o seu próprio interesse invés do accionista. A problemática aqui evidenciada é como induzir o agente em agir de acordo com os interesses do principal. O principal pode limitar esta divergência de interesses estabelecendo incentivos apropriados ao agente e incorrendo a custos de monitorização com o intuito de minimizar as acções abusivas do agente.

Um método utilizado recentemente por vários países no controlo do comportamento dos gestores são as regulamentações legislativas sobre o governo das sociedades impostas pelos países. O governo das sociedades tem sido um tema que tem sofrido vários desenvolvimentos ao longo dos anos em todo o mundo, devido sobretudo à ocorrência de escândalos financeiros que comprovam que os membros da gestão de uma organização têm mais vantagens no acesso a informação em relação aos accionistas e outros stakeholders. A resposta a estes problemas tem sido dada através da adopção de medidas com vista a proteger a transparência da informação, mitigar os conflitos de interesse e garantir a independência dos auditores, com o intuito de proteger os interesses dos investidores e aumentar a confiança dos mercados de capitais (Leuz et al. 2003). Portanto será de esperar que a existência de um mecanismo eficaz de governo das sociedades numa organização tenderá a reduzir o comportamento oportunista da gestão, contribuindo assim para a qualidade e a transparência dos resultados.

O Cadbury Report evidencia um conjunto de mecanismos de controlo internos que têm como principal objectivo analisar o comportamento da gestão, bem como persuadi-la para a tomada de decisões que aumentem o valor da empresa. Alguns desses mecanismos internos que este relatório enfatiza são a estrutura dos órgãos de administração e comités, a separação das funções do presidente e do CEO e a independência dos administradores não executivos. Segundo o sistema de conselhos de administração unitário do Reino Unido, um conselho deverá apresentar uma combinação de directores executivos, directores não executivos e um presidente. O relatório acrescenta ainda que a existência de directores não executivos é essencial para a criação e a manutenção de padrões de governo das sociedades, pois fornecem um julgamento independente sobre questões de estratégia, desempenho, recursos e padrões de conduta. Por isso, o número de directores não executivos no conselho deve ser tal que tenha um peso significativo na tomada de decisão do conselho. Outro aspecto que o relatório aborda é que deverá existir uma clara separação de responsabilidades entre presidente do conselho e chefe da comissão executiva, de maneira a garantir um equilíbrio de poder e autoridade. Outra recomendação que o relatório Cadbury apresenta é que todas as empresas cotadas devem apresentar um comité de auditoria.

## **2.2 Governo das sociedades e qualidade da informação financeira**

Segundo Beest, Broom e Boelens (2009) o objectivo primário dos relatórios financeiros é fornecer informações financeiras de elevada qualidade sobre as entidades económicas, que por sua vez serão úteis para a tomada de decisão económica por parte dos utilizadores da informação. A apresentação de informação financeira de qualidade trará aspectos positivos para as entidades pois permitirá a captação de capital por parte dos accionistas, facilitará as instituições financeiras a cederem crédito, bem como facilitará nas decisões de alocação de recursos. Segundo Yatim, Kent & Clarkson, 2006 os conselhos de directores têm sido os principais responsáveis na supervisão do processo de divulgação financeira. Outros autores também afirmam que a integridade dos relatórios financeiros está altamente dependente do desempenho e da conduta das partes que pertencem ao ecossistema da informação financeira, nomeadamente directores, gestores e auditores (Mohd Hassan Che Haat, Rashidah Abdul Rahman & Mahenthiran, S. 2008; Nik Mohd Hasyudeen Yusoff, 2010). Constata-se assim que, o

governo das sociedades tem um papel predominante na apresentação de informação financeira íntegra.

O governo das sociedades pode ser definido como o conjunto de processos, políticas, leis e instituições que afectam a forma como as empresas são dirigidas. Nele também são reflectidas as relações com os *stakeholders* de uma entidade, bem como a definição de objectivos de governação (OECD, 2004; Cadbury Committee, 1992; Economiesuisse, 2002). O Banco Central Europeu define o governo de sociedades como os procedimentos e processos em que uma organização é dirigida e controlada. A estrutura do governo das sociedades especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes membros da organização, tais como o conselho, os gestores, os *shareholders* e outros *stakeholders* e estabelece as regras e procedimentos para a tomada de decisões (European Central Bank, 2004). Segundo Cohen, Krishnamoorthy e Wright (2004,87) uma das funções mais importantes do governo das sociedades é garantir a qualidade do processo de divulgação financeira. Estes concluíram que boas práticas do governo das sociedades garantirão apresentação de relatórios financeiros de qualidade, ou seja informação financeira que se aproxima da verdadeira situação financeira da entidade. Bushman e Smith (2003), também afirmam que o papel da estrutura do governo das sociedades na divulgação financeira é garantir a conformidade do sistema contabilístico e assegurar a credibilidade das demonstrações financeiras.

Alguns estudos, como Dechow et al. (1996) e Jiambalvo (1996) enfatizam que os incentivos dos gestores em manipular os resultados podem ser limitados por certos mecanismos do governo das sociedades, contribuindo assim para a existência de uma maior qualidade dos resultados. Jensen e Meckling (1976) afirmam que de acordo com a teoria de agência baixos níveis de *insider ownership* originam um fraco alinhamento de interesses entre gestores e accionistas. Os mesmos autores também afirmam que os CEOs desviam-se do objectivo de maximização da riqueza dos accionistas quando os gestores não têm participações na empresa. Assim, gestores com baixas participações podem ter incentivos em manipular os números contabilísticos, de maneira a aumentar os seus planos de remunerações, procurar protecção contra despedimentos quando se confrontam perante fracos desempenhos e reduzir as restrições contratuais de dívida (Jensen e Meckling, 1976; Watts e Zimmermann, 1978, 1986; Healy, 1985; Holthausen

et al.,1995). De acordo com a teoria da agência a participação da gestão incentiva os gestores a melhorar o valor da empresa, visto que os gestores ganharão uma parte da sua riqueza como accionistas. Segundo Ali, Salleh and Hassan (2008), Banderlipe (2009), Dhaliwal, Salamon and Smith (1982), Ebrahim (2007), Klein (2002) and Warfield et al (1995) a participação da gestão está associada a baixos níveis de manipulação de resultados, e consequentemente a um aumento da qualidade da informação financeira. A primeira hipótese do estudo a ser formulada é a seguinte:

**H1:** Uma elevada proporção de participação da gestão no capital da entidade está negativamente correlacionada com a métrica *accruls quality* definida por Francis et al (2005).

Uma outra característica referente à estrutura accionista de uma entidade a ser analisada neste estudo refere-se à concentração de capital detida pelos accionistas que apresentam uma participação maior ou igual a 2% do capital da empresa. É de realçar que a concentração de participação tem um efeito positivo na melhoria das decisões tomadas pela gestão e portanto conduz a um aumento do valor da empresa. Segundo Dechow, Sloan & Sweeney (1996) os accionistas com maiores participações no capital das empresas contribuem para uma monitorização mais eficaz do comportamento da gestão, que por sua vez reduzirá o oportunismo da gestão em recorrer à manipulação de resultados. Yeo, Tan, Ho e Chen (2002) examinaram o papel de monitorização desempenhado pelos *blockholders*, que se traduziu numa redução da incidência de manipulação dos resultados, e portanto a um aumento da qualidade dos resultados. De acordo com Ali et al. (2008) e Iturriaga e Hoffmann (2005) a concentração de participação reduz o comportamento discricionário dos gestores. A segunda hipótese do estudo a ser formulada é a seguinte:

**H2:** Uma elevada concentração de participação no capital da entidade está negativamente correlacionada com a métrica *accruls quality* definida por Francis et al (2005).

Uma outra componente do governo das sociedades a ser analisada diz respeito à componente da composição do conselho de administração, esta inclui a análise de variáveis como a dimensão do conselho, a frequência de reuniões do conselho, a dualidade de CEO e presidente, o número de mulheres que ocupa cargos de direcção no conselho e a proporção de directores independentes nos conselhos. Investigações de

Jensen (1993) e Lipton e Lorsch (1992) sugerem que conselhos de maiores dimensões apresentam uma menor monitorização efectiva e portanto são mais fáceis de controlo ou domínio pelos CEOs. Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998), e Loderer and Peyer (2002) descobriram uma relação significativa e negativa entre a dimensão do conselho e o desempenho da empresa (*firm value*). Os resultados destas investigações anteriores mostram que uma dimensão exagerada do conselho de administração de uma empresa poderá acarretar problemas ao nível da tomada de decisões, visto que podem ocorrer problemas de comunicação e coordenação dentro da organização. A terceira hipótese do estudo a ser formulada é a seguinte:

**H3:** A dimensão do conselho de administração está positivamente correlacionada com a métrica *accruls quality* definida por Francis et al (2005).

No que se refere à frequência de reuniões no conselho de administração alguns autores como Menon e Williams (1994) referem que os conselhos que não realizam reuniões ou poucas reuniões são menos propícios em serem efectivos na monitorização. A realização de reuniões frequentes pode ser sinal de aumento da vigilância e fiscalização da gestão de topo de uma empresa. Estudos anteriores afirmam que os conselhos que se reúnem muitas vezes devem ter mais tempo para a discussão de questões e são mais capazes de controlar o comportamento discricionário dos gestores (Carcello et al., 2006; Xie et al., 2003; Baxter et al., 2009). A quarta hipótese do estudo a ser formulada é a seguinte:

**H4:** Uma maior frequência de reuniões no conselho de administração está negativamente correlacionado com a métrica *accruls quality* definida por Francis et al (2005).

Relativamente à dualidade CEO e presidente, Beasley (1996) e Uzun et al. (2004) descobriram que a dualidade de posições CEO e presidente não tem impacto na fraude dos EUA, embora Dechow et al. (1996) afirma que a fraude é mais propícia onde o presidente e o CEO são a mesma pessoa. No modelo Anglo-Saxónico de governo das sociedades a nomeação das posições CEO e presidente a um mesmo individuo é visto como conferir demasiado poder a um só individuo (Jensen, 1993) podendo conduzir a acções fraudulentas e decisões que não são as melhores para os accionistas minoritários. A quinta hipótese do estudo a ser formulada é a seguinte:

**H5:** As funções de CEO e presidente serem desempenhadas pela mesma pessoa está positivamente correlacionada com a métrica *accruls quality* definida por Francis et al (2005).

Uma outra característica do governo das sociedades que tem sido debatida por vários estudos diz respeito à diversidade de géneros na constituição do conselho de administração. Alguns estudos descobriram recentemente que o desempenho de uma empresa pode ser afectado pela existência ou não do género feminino no conselho de administração. Segundo Carter et al. (2003) e Campbell & Minguez Vera (2008) a presença de directores do sexo feminino no conselho está associado a uma melhoria do desempenho financeiro da entidade. Estes mesmos autores também afirmam que o envolvimento das mulheres nas tomadas de decisão relacionadas com assuntos do conselho de administração pode melhorar a capacidade de tomada de decisão do conselho. Contudo outros autores também afirmam que não existe uma relação significativa entre o desempenho financeiro e a diversidade do género no conselho. Adams e Ferreira (2009); Emilia e Sami (2010) não encontraram qualquer relação entre a qualidade dos resultados e a diversidade de género na ocupação de cargos de CEOs nas empresas. A sexta hipótese do estudo a ser formulada é a seguinte:

**H6:** O número de mulheres a exercer funções de direcção no conselho de administração está negativamente correlacionado com a métrica *accruls quality* definida por Francis et al (2005).

A última característica do conselho de administração a ser analisada neste estudo diz respeito a existência de directores independentes nos conselhos. Beasley (1996) e Uzun et al. (2004) usando dados dos EUA descobriram que empresas com uma elevada percentagem de directores independentes são menos propícias a cometer fraude. Usando dados do Reino Unido, Dahya e McConnell (2005) concluíram que conselhos com uma elevada proporção de directores independentes tomam melhores decisões. Peasnell et al., (2005) descobriram que empresas com uma elevada proporção de directores independentes são menos propícias a envolverem-se em manipulação de resultados. Fama e Jensen (1983) afirmam que os conselhos podem ser mais efectivos a realizar as suas tarefas em salvaguardar os interesses dos accionistas, principalmente minoritários, se há uma forte presença de directores independentes. A sétima hipótese do estudo a ser formulada é a seguinte:

**H7:** A independência do conselho de administração está negativamente correlacionada com a métrica *accruls quality* definida por Francis et al (2005).

### 3. Metodologia

As abordagens existentes para o estudo da qualidade dos resultados são inúmeras. A abordagem utilizada nesta investigação para a análise da qualidade dos resultados diz respeito à manipulação dos resultados. Segundo Healey e Wahlen, 1999 a manipulação dos resultados também designada pela expressão inglesa *earnings management* traduz-se em situações onde os gestores tiram partido da subjetividade das normas contabilísticas com o objectivo de alterar os relatórios financeiros no sentido de influenciar a opinião dos *stakeholders* sobre o desempenho económico da empresa, ou por outro lado, influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contabilísticos reportados. Beneish (2001) afirma que a gestão de resultados é apresentada através de duas perspectivas a oportunista e a informativa. A oportunista caracteriza-se por ser aquela em que os gestores alteram a informação financeira no sentido de influenciar a opinião dos *stakeholders* sobre o desempenho financeiro. Segundo Schipper, 1989 a manipulação dos resultados oportunista é entendida como a intenção propositaria por parte dos gestores no processo de apresentação da informação financeira, com a intenção de obter alguns ganhos privados. A manipulação de resultados oportunista apresenta um impacto negativo na qualidade dos resultados, isto porque quanto maior for a incidência de gestão de resultados menor será o nível da qualidade dos resultados. Os incentivos mais comuns para os gestores recorrerem à gestão de resultados são os seguintes: evitar violações do contrato de dívida (DeFond e Jambalvo, 1994); divulgar um padrão de aumento dos resultados (Chaney e Lewis, 1995; Subramanyan, 1996; Chaney, Jeter, e Lewis, 1998) e maximizar as suas remunerações (Healy, 1985; Holthausen, Larcker e Sloan, 1995; Gaver, Gaver e Austin, 1995). A perspectiva informativa é aquela em que os gestores incluem na informação financeira, as expectativas acerca dos *cash flows* futuros, contribuindo assim para o aumento do conteúdo informativo prestado aos *stakeholders*.

As principais métricas utilizadas pela abordagem da manipulação dos resultados na verificação da qualidade da informação financeira são o alisamento de resultados, a



gestão de resultados para pequenos montantes positivos, os *accruals* discricionários e a qualidade dos *accruals*. Na maioria das investigações anteriores as métricas *accruals* discricionários e qualidade dos *accruals* são as mais comuns na representação da manipulação dos resultados, dessa forma o presente estudo irá também debruçar-se sobre essas mesmas métricas. No que respeita à métrica *accruals* discricionários o modelo pioneiro na utilização dessa métrica foi o modelo de Jones (1991), sendo que os modelos de Dechow (1995), McNichols (2000) e Peasnell *et al.* (2000<sup>a</sup>) caracterizam-se por serem uma extensão ao modelo de Jones (1991). Relativamente à métrica qualidade dos *accruals* destaca-se o modelo de Dechow e Dichev (2002) que consideram que os *accruals* são usados com o objectivo de mudar ou ajustar o reconhecimento dos *cash flows* ao longo do tempo para que os resultados que foram objecto de ajustamentos traduzem de melhor forma o desempenho da empresa. Recentemente Francis *et al.* (2005) desenvolveram um outro modelo que também recorre à métrica da qualidade dos *accruals* e que se caracteriza por ser uma versão modificada do modelo de Dechow e Dichev (2002).

Seguidamente serão apresentadas detalhadamente as métricas: *accruals* discricionários e qualidade dos *accruals*.

### **3.1 Accruals Discricionários**

A literatura apresenta vários modelos que recorrem aos *accruals* para efectuar uma análise da qualidade da informação financeira. O modelo de Jones (1991) e o modelo modificado de Jones proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) recorrem aos *accruals* discricionários como *proxy* da ocorrência de manipulação dos resultados oportunista, visto que este tipo de *accruals* não são observáveis e portanto têm de ser estimados com o auxílio de modelos apropriados para esse fim. Esses modelos efectuem a subdivisão dos *accruals* totais em *accruals* não discricionários, ou seja aqueles que têm origem na própria realidade do negócio, e *accruals* discricionários, ou seja aqueles que são alheios a esta. Os *accruals* discricionários podem ser positivos ou negativos representando, respectivamente, que a empresa está a recorrer à gestão de resultados no sentido de melhorar ou piorar os resultados. Tanto num modelo como no outro, o termo residual diz respeito aos *accruals* discricionários. O modelo de Jones (1991) propõe a decomposição dos *accruals* em componentes correntes e não correntes, usando a

variação nas receitas como *proxy* da componente corrente, e os activos tangíveis (PPE – *property, plant e equipment*) como *proxy* da componente não corrente. Contudo Dechow et al. (1995) enfatizam que uma das fraquezas do modelo de Jones (1991) é a sua falta de capacidade em analisar a manipulação das vendas, visto que no modelo de Jones (1991) a variação das vendas é considerada como sendo componente unicamente não discricionária. A equação 1 apresentada abaixo representa o modelo de Jones (1991):

$$TAcc_{it}/TA_{it-1} = \beta_1(I/TA_{it-1}) + \beta_2(\Delta REV_{it}/TA_{it-1}) + \beta_3(PPE_{it}/TA_{it-1}) + \varepsilon \quad (3.1.1)$$

Desta forma, Dechow et al. (1995) propuseram um novo modelo designado por modelo modificado de Jones diferenciando-se do modelo de Jones (1991) no facto de adicionar uma outra componente corrente aos *accruals* totais. Esta nova componente é os recebimentos líquidos (*net receivables*), que serão subtraídos às variações das receitas/vendas. A equação 2 apresentada abaixo representa o modelo modificado de Jones (1995):

$$TAcc_{it}/TA_{it-1} = \beta_1(I/TA_{it-1}) + \beta_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}/TA_{it-1}) + \beta_3(PPE_{it}/TA_{it-1}) + \varepsilon \quad (3.1.2)$$

Em que  $i$  representa a empresa numa dada industria obtida pelo código de ICB *industry code* (*industrial classification benchmark*). A variável  $TA_{it}$  são os *accruals* totais para o período  $t$  para a empresa  $i$ ,  $\Delta REV_{it}$  (WC01001) é a diferença entre as receitas do ano  $t$  e as receitas no ano  $t-1$  para a empresa  $i$ ,  $\Delta REC_{it}$  (WC02051) é a diferença entre os recebimentos líquidos do ano  $t$  e os recebimentos líquidos do ano  $t-1$  para a empresa  $i$ ,  $PPE_{it}$  (WC02301) é o activo fixo tangível bruto no período  $t$  para a empresa  $i$ ,  $TA_{it-1}$  (WC01551) são os activos totais no ano  $t-1$  para a empresa  $i$ , e  $\varepsilon_{it}$  é o resíduo no período  $t$  para a empresa  $i$ .

Depois de identificadas variáveis proxys para representar a componente corrente e não corrente dos *accruals*, a fase seguinte do processo consiste em deflacionar as variáveis pelo activo total do período anterior para se reduzir a heterocedasticidade do modelo estatístico. Os *accruals* totais verificados serão comparados com os *accruals* não discricionários que foram estimados pelos modelos acima referidos, posteriormente é calculada a diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários, sendo que essa componente corresponde aos *accruals* discricionários. É de realçar que se essa

componente for significativa então concluiu-se a ocorrência de manipulação de resultados.

### 3.2 Qualidade dos accruals

A outra métrica da manipulação dos resultados a ser analisada neste estudo diz respeito à qualidade dos *accruals*. As investigações de Dechow e Dichev (2002) recorrem a essa métrica com o objectivo de demonstrar que o nível e a qualidade dos *accruals* são complementares para explicar a persistência dos resultados. Segundo Dechow e Dichev (2002) os *accruals* permitem uma melhor alocação dos *cash flows* aos períodos contribuindo para que os resultados se tornem numa melhor medida de desempenho da empresa. As mesmas autoras analisaram em que medida os *working capital accruals* são representados em função das realizações passadas, presentes e futuras de *cash flow*. A porção não explicada na variação dos *working capital accruals* caracteriza-se por ser a medida inversa da qualidade dos *accruals*, uma vez que quanto maior for a porção não explicada na variação dos *working capital accruals* menor será a qualidade dos resultados. É de realçar que o modelo definido por Dechow e Dichev (2002) não faz a distinção entre *accruals* discricionários e *accruals* não discricionários, isto é esta abordagem não faz diferença entre a estimação do erro intencional, ou seja aquele que provém dos incentivos da gestão ao realizar manipulação de resultados, e a estimação do erro não intencional, ou seja aquele que provém dos lapsos da gestão e da incerteza do ambiente de negócio.

Francis et al. (2005) recorrem também à métrica da qualidade dos *accruals* na análise da qualidade da informação e o custo de capital. Segundo o modelo de Francis et al. (2005), mais duas novas variáveis são adicionadas ao modelo proposto por Dechow e Dichev (2002). Estas duas variáveis são a variação das receitas/vendas e PPE e referem-se a *proxies* da qualidade dos *accruals* utilizadas para o cálculo do valor absoluto dos *accruals* anormais a partir do modelo de Jones (1991). Segundo Francis et al (2005) o poder explicativo do seu modelo aumenta em comparação com o modelo de Dechow e Dichev (2002) com a introdução destas duas novas variáveis. A medida utilizada pelo modelo de Francis et al. (2005) no cálculo da qualidade dos *accruals* é o desvio padrão dos resíduos por empresa,  $AQ_{it} = \sigma(\varepsilon_{it})$ , calculados durante o período de t-4 a t. É de

realçar que quanto maior o valor do desvio padrão dos resíduos é sinónimo de baixa qualidade dos *accruals*, e consequentemente baixa qualidade dos resultados.

A principal vantagem de se recorrer à variação *cross-sectional* do modelo de Francis et al .(2005) para cada sector e ano remete-se ao facto de se pretender remover a variação dos *accruals* que é comum entre as empresas que pertencem à mesma indústria, bem como controlar as diferenças a nível de características do negócio. A equação apresentada abaixo é a versão *cross sectional* do modelo de Dechow e Dichev (2002) proposta por Francis et al (2005), em que todas as variáveis da equação foram divididas pela média do total do activo para controlar as diferenças a nível de dimensão das empresas.

$$TCAcc_{it} = \beta_1 + \beta_2 CFO_{it-1} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 CFO_{it+1} + \beta_5 \Delta REV_{it} + \beta_6 PPE_{it} + \varepsilon \quad (3.2.1)$$

Em que  $i$  representa a empresa numa dada industria obtida pelo código de ICB *industry code (industrial classification benchmark)*. A variável  $TCAcc_{it}$  são os *accruals* correntes totais para o período  $t$  para a empresa  $i$ ,  $CFO_{it-1}$  são os *cash flow* operacionais para a empresa  $i$  no período  $t-1$ ,  $CFO_{it}$  são os *cash flow* operacionais para a empresa  $i$  no período  $t$ ,  $CFO_{it+1}$  são os *cash flow* operacionais para a empresa  $i$  para o período  $t+1$ ,  $\Delta REV_{it}$  é a diferença entre as receitas do ano  $t$  e as receitas no ano  $t-1$  para a empresa  $i$ ,  $PPE_{it}$  é o activo fixo tangível bruto no período  $t$  para a empresa  $i$ , e  $\varepsilon$  é o resíduo no período  $t$  para a empresa  $i$ .

A estimação da métrica da qualidade dos *accruals*, pressupõem a necessidade da estimação dos *accruals* totais ( $TAcc$ ). Estes podem ser estimados a partir de duas abordagens: a abordagem do balanço e a abordagem das demonstrações de *cash flow*. É de realçar que a abordagem do balanço é aquela que é a mais utilizada pelas investigações anteriores para o cálculo dos *accruals* totais. Segundo essa abordagem os *accruals* totais são estimados como a diferença entre a variação do *non cash working capital* e as depreciações e amortizações. Especificamente é utilizada a seguinte fórmula para o seu cálculo:

$$TAcc_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t} - DEPTN_{i,t}) \quad (3.2.2)$$

Em que  $\Delta CA_{i,t}$  (WC02201) é a variação dos activos correntes entre  $t-1$  e o período  $t$ ,  $\Delta CL_{i,t}$  (WC03101) é a variação do passivo corrente entre  $t-1$  e o período  $t$ ,

$\Delta Cash_{i,t}$  (WC02003) é a variação de caixa e equivalentes de caixa entre  $t-1$  e o período  $t$ ,  $\Delta STDEBT_{i,t}$  (WC03040) é a variação de dívida de curto prazo incluída no passivo corrente entre  $t-1$  e o período  $t$  e  $DEPTN_{i,t}$  (WC01151) depreciações e amortizações para o período  $t$ . Seguidamente ao cálculo dos *accruals* totais estimar-se-á os *cash flows* operacionais a partir da diferença entre resultado líquido antes de itens extraordinários e os *accruals* totais calculados anteriormente. A expressão utilizada para isso é a seguinte:

$$CFO_{i,t} = NIBE_{i,t} - TAcc_{i,t} \quad (3.2.3)$$

Em que  $CFO_{i,t}$  são os *cash flows* operacionais referentes ao período  $t$ ,  $NIBE_{i,t}$  (WC01551) é o resultado líquido antes de itens extraordinários para o período  $t$  e  $TAcc_{i,t}$  são os *accruals* totais para o período  $t$ .

O modelo modificado de Dechow e Dichev proposto por Francis et al. (2005) implica que se estime os *accruals* totais correntes (*working capital accruals*), a partir da seguinte fórmula:

$$TCAcc_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t}) \quad (3.2.4)$$

### 3.3 Modelo Empírico

Acima foram apresentadas duas métricas distintas utilizadas na abordagem da manipulação dos resultados. Segundo Guay et al. (1996), Dechow et al. (1995) e Kang and Shivaramakrishnan (1995), os modelos que recorrem aos *accruals* discricionários estimados por Jones (1991) e por Dechow et al (1995) são de natureza imprecisa, visto que tais modelos identificam como *accruals* anormais aqueles que não são explicados pelas variáveis expressas nos modelos, não atendendo ao grau de incerteza de informação subjacente dos *accruals*. Já a abordagem de Dechow e Dichev (2002) pondera na sua equação o risco de informação que os *accruals* anormais estão associados. O presente estudo recorrerá ao modelo modificado de Dechow e Dichev (2002) proposto por Francis et al. (2005) para a estimação da qualidade dos resultados necessária para a análise da relação entre qualidade da informação financeira e o sistema de governo das entidades.

No seguimento de Denis e McConnell (2003), este estudo classifica o governo das sociedades em duas grandes categorias: as características do conselho de administração e a estrutura accionistas das sociedades. Segundo Fama e Jensen (2003) o

conselho de directores desempenha um papel importante no funcionamento do governo das sociedades, particularmente no que concerne à monitorização da equipa da gestão. Ou seja, a incidência de certos factores que actuam ao nível das características do conselho dos directores contribuem para garantir que os gestores actuem segundo os interesses dos accionistas externos à organização, e não apenas ao nível dos seus próprios interesses. Num seguimento ao estudo de Peasnell et al (2005), esta investigação analisa as seguintes componentes que integram o conselho de administração: dimensão do conselho de administração, número reuniões realizadas no conselho de administração, dualidade CEO/ presidente, proporção do género feminino no conselho de administração e por último o número de directores independentes no conselho de administração. A outra componente do governo das sociedades a ser analisada neste estudo é a estrutura accionista das sociedades. A estrutura de participações de uma empresa é segundo alguns autores um importante mecanismo de monitorização do comportamento dos gestores, contribuindo para a garantia da existência de resultados de qualidade. Tal como no estudo de Peasnell et al. (2005) este estudo também analisa alguns factores que integram a estrutura accionista das empresas, como o caso da percentagem de participação da equipa da gestão no capital de uma entidade, bem como a concentração de participação dos maiores accionistas numa entidade.

O modelo empírico desenvolvido por forma a examinar a associação entre o sistema do governo das sociedades das entidades na eficácia da monitorização e controlo da qualidade dos resultados é o seguinte:

$$\begin{aligned}
 AQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Managerial\_Owner}_{it} + \beta_2 \text{Concentration\_Owner}_{it} + \beta_3 \text{BoardSize}_{it} + \beta_4 \\
 & \text{Dual}_{it} + \beta_5 \text{Womanboard}_{it} + \beta_6 \text{BoardMeet}_{it} + \beta_7 \text{BordInd}_{it} + \beta_8 \text{Size}_{it} + \beta_9 \\
 & \text{DesvP\_CFO}_{it} + \beta_{10} \text{DesvP\_Sales}_{it} + \beta_{11} \text{OperCycle}_{it} + \beta_{12} \text{NegEarn}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.5.1)
 \end{aligned}$$

## 4. Variáveis

A variável dependente do modelo acima apresentado é a métrica da qualidade dos resultados proveniente do modelo de Dechow e Dichev proposto por Francis et al. (2005), ou seja o desvio-padrão do resíduo da regressão que relaciona os *accruals* correntes com os *cash flows*

A tabela que se segue identifica e efectua uma descrição das variáveis independentes, bem como as variáveis de controlo incluídas no modelo empírico. Na mesma tabela também é evidenciado o sinal esperado que cada variável possui quando comparada com a variável dependente.

**Tabela 1**  
**Identificação das variáveis**

Variáveis	Descrição	Sinal Esperado
ManagerialOwner	Participação da gestão: proporção de acções detidas pelos membros da gestão	-
ConcentrationOwner	Concentração de participação: concentração de acções detidas pelos accionistas que detêm mais de 2% do capital	-
BoardSize	Dimensão do conselho de administração: medido pelo número de directores que compõem o conselho de administração	+
BoardMeet	Reuniões no conselho de administração: medida pelo número de reuniões realizadas anualmente no conselho de administração	-
Dual	Dualidade CEO e presidente: Variável binária que assume valor 1 se as posições de presidente e CEO são	+

	ocupadas pela mesma pessoa, e 0 caso contrário.	
WomanBoard	Mulheres no conselho de administração: número de mulheres que compõem o conselho de administração.	-
BoardInd	Independência do conselho de administração: medida pelo quociente entre o número de directores não executivos presentes no conselho de administração e o número total de directores no conselho de administração	-
Size (log_TotalAssets)	Dimensão da entidade: medida pelo logaritmo do total dos activos.	-
$\sigma$ (CFO)	Volatilidade do cash flow operacional: medida pelo desvio padrão do cash flow operacional	+
$\sigma$ (Sales)	Volatilidade das vendas: medida pelo desvio padrão das vendas	+
Log_OperCycle	Duração do ciclo operacional: medida pela soma entre o prazo das contas a receber e o tempo médio de duração das existências.	+
NegEarn	Incidência de resultados negativos: frequência de resultados negativos durante o período de t-4 relativamente aos anos de 2010 a 2012	+



No que trata a variáveis de controlo deste estudo é de realçar que Dechow e Dichev (2002) identificaram vários *innate* factores que afectam a qualidade dos *accruals*. Concluíram que características como a dimensão da empresa, a volatilidade das vendas e dos *cash flows* operacionais, a duração do ciclo operacional e a incidência de resultados negativos consecutivos são factores que influenciam a qualidade dos *accruals* e por sua vez a qualidade dos resultados. As empresas de maior dimensão são vistas por apresentarem operações estáveis, e portanto têm uma menor tendência de apresentarem menos erros de estimativa, prevendo-se assim que a qualidade dos *accruals* seja maior. Relativamente à volatilidade do *cash flow* operacional e das vendas, será de esperar que quanto maior forem estas volatilidades maior será a tendência de ocorrerem maiores erros de estimação, e desta forma uma menor qualidade dos *accruals*. No que concerne à variável duração do ciclo operacional é de esperar que quanto maior for, maior será a propensão a ocorrerem incertezas, e portanto menor será a qualidade dos *accruals*. Por último, Dechow e Dichev (2002) identificaram a variável incidência de resultados negativos consecutivos, ou seja será de esperar que a ocorrência de perdas consecutivas pode originar a uma maior probabilidade de ocorrerem erros de estimação, e consequentemente menor será a qualidade dos *accruals*.

## 5. Amostra

Os testes empíricos efectuados neste estudo foram realizados usando dados de empresas cotadas na bolsa de valores de Londres mais precisamente aquelas que integram o índice FTSE100 para um período que compreende o final do ano fiscal de 2010 a 2012. A informação contabilística presente nas demonstrações financeiras foi obtida a partir da base de dados *datastream*, já a informação relativa ao governo das sociedades foi recolhida directamente a partir dos relatórios anuais submetidos pelas empresas nos seus sites oficiais. O número total de empresas presentes no índice FTSE100 da bolsa de valores de Londres é 101 empresas, contudo depois de efectuadas as várias exclusões necessárias para a realização do estudo, a amostra ficou reduzida a 56 empresas, o que perfaz um total de 168 observações para o período compreendido de 2010 a 2012. Após se ter identificado as empresas o passo seguinte do estudo foi identificar os sectores a que as empresas pertencem, para isso recorreu-se à *datastream* de onde se extraiu o *ICB industry code (industrial classification benchmark)*. Os sectores de indústria utilizados neste foram o sector *industrials* que compõem 19 empresas, o sector *consumer services* que compõem 16 empresas, o sector *basic materials* que compõem 11 empresas e por último o sector *consumer goods* que compõem 10 empresas. As empresas financeiras, tal como em estudos similares a este foram excluídas da amostra devido ao facto de adoptarem práticas contabilísticas excepcionais. O mesmo também se aplica a empresas que não apresentavam dados suficientes para a realização do estudo.

O quadro a seguir apresentado ilustra a composição da amostra deste estudo após realizadas as várias exclusões necessárias.

**Tabela 2**  
**Descrição da amostra**

<b>Descrição</b>	<b>Tamanho da amostra</b>
Número de empresas que integram o índice FTSE 100	101
Exclusão: Empresas financeiras, cujo ICB industry code é 8000	21
Exclusão: Empresas que pertencem a indústrias que não apresentam um número suficiente de empresas (Health Care; Technology; Utilities; Telecommunications)	13
Exclusão: Empresas que não possuem dados sobre o governo das sociedades nos relatórios anuais	6
Exclusão: Empresas que não possuem dados contabilísticos para o período compreendido entre 2005 a 2013	5
Amostra final	56

## 6. Resultados

### 6.1 Estatística Descritiva

A tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis incluídas no modelo empírico (equação 7).

**Tabela 3**

**Estatística descritiva das variáveis do modelo empírico**

	AQ	MAN_OWNER	CONC_OWNER	WOMANBOARD	BOARDSIZE	BOARDMEET	DUAL	BOARDIND	LOG_TOTALASSETS	DP_CFO	DP_SALES	LOG_OPECYCLE	NEGEARN
Média	0,03377	0,019409	0,33205	1,63095	10,52976	8,24405	0,02381	0,5859	15,74086	0,06502	0,131568	4,59599	0,303571
Mediana	0,025316	0,00139	0,296	2	10	8	0	0,583333	15,51067	0,047112	0,116453	4,67051	0
Máximo	0,163854	0,64387	0,9591	4	17	25	1	0,923077	19,05377	0,448329	0,59815	6,34543	2
Mínimo	0,003295	2,86E-05	0,0355	0	6	4	0	0,4	13,71320	0,00718	0,011223	0,83412	0
Desvio Padrão	0,029569	0,09152	0,188289	1,04142	2,41484	2,56297	0,152911	0,111319	1,20529	0,063399	0,091855	0,837225	0,566097

É possível observar pela tabela 3 que em média a participação da gestão no capital da empresa (*managerial ownership*) é 1.9%, já a mediana apresenta um valor de 0.13%, e o valor máximo e mínimo são 64.4% e 0.0029%. A diferença entre média e mediana relativamente à variável *managerial ownership* sugere a existência de gestores em determinadas empresas que detêm uma elevada percentagem de títulos na empresa. Relativamente à outra variável que também está associada à composição do capital das entidades, destaca-se a variável *concentration ownership*, traduzindo a concentração total no capital da entidade dos participantes que detêm uma participação superior ou igual a 2%. Pode-se verificar pelos valores da tabela 3 que em média as empresas cotadas no índice FTSE 100 da bolsa de valores de Londres apresentam um elevado valor de concentração de participação no capital da empresa, evidenciando um valor médio de 33.2%. As variáveis do governo das sociedades que estão sobretudo relacionadas com as características do conselho de administração, como o número de directores independentes dentro do conselho, dualidade entre CEO e presidente, o número de mulheres no conselho, a dimensão do conselho de administração e reuniões no conselho de administração apresentam uma diferença entre média e mediana relativamente baixa, sugerindo uma distribuição uniforme destas várias componentes enumeradas.

## 6.2 Matriz de correlação

A tabela 4 apresenta a correlação entre as variáveis incluídas no modelo empírico.

**Tabela 4**  
**Matriz dos coeficientes de correlação**

	AQ	MAN_OWNER	CONC_OWNER	WOMANBOARD	BOARDSIZE	BOARDMEET	DUAL	BOARDIND	LOG_TOTALASSETS	DP_CFO	DP_SALES	LOG_OPECYCLE	NEGEARN
AQ	1	0,4507	0,2071	-0,2129	-0,1446	-0,0314	0,0069	0,0223	-0,1969	0,7227	-0,0212	0,0754	0,4589
MAN_OWNER	0,4507	1	0,2533	-0,1710	-0,1626	-0,0899	0,0220	-0,1846	-0,2503	0,3549	0,1166	0,0513	0,1235
CONC_OWNER	0,2071	0,2533	1	-0,3450	-0,1973	0,0651	0,2110	-0,1262	-0,1637	0,0374	0,0780	-0,1081	0,3601
WOMANBOARD	-0,2129	-0,1710	-0,3450	1	0,4782	0,0048	-0,1325	0,2694	0,4388	-0,1720	-0,2852	-0,0923	-0,1542
BOARDSIZE	-0,1446	-0,1626	-0,1973	0,4782	1	0,1086	-0,0668	0,1935	0,6734	-0,2588	-0,1760	0,0748	-0,1052
BOARDMEET	-0,0314	-0,0899	0,0651	0,0048	0,1086	1	0,0462	0,1591	0,2361	-0,0709	-0,0519	-0,2241	0,0436
DUAL	0,0069	0,0220	0,2110	-0,1325	-0,0668	0,0462	1	-0,0222	0,0115	-0,0114	-0,0484	0,0072	-0,0840
BOARDIND	0,0223	-0,1846	-0,1262	0,2694	0,1935	0,1591	-0,0222	1	0,5377	0,0530	-0,1522	-0,0508	-0,0523
LOG_TOTALASSETS	-0,1969	-0,2503	-0,1637	0,4388	0,6734	0,2361	0,0115	0,5377	1	-0,2731	-0,1975	0,0521	-0,0282
DP_CFO	0,7227	0,3549	0,0374	-0,1720	-0,2588	-0,0709	-0,0114	0,0530	-0,2731	1	-0,0644	0,0082	0,1556
DP_SALES	-0,0212	0,1166	0,0780	-0,2852	-0,1760	-0,0519	-0,0484	-0,1522	-0,1975	-0,0644	1	-0,1340	0,0305
LOG_OPECYCLE	0,0754	0,0513	-0,1081	-0,0923	0,0748	-0,2241	0,0072	-0,0508	0,0521	0,0082	-0,1340	1	0,1100
NEGEARN	0,4589	0,1235	0,3601	-0,1542	-0,1052	0,0436	-0,0840	-0,0523	-0,0282	0,1556	0,0305	0,1100	1

É visível pela análise à tabela 4 que os coeficientes de correlação são em geral baixos (inferiores a 0.8) indicando a não existência de problemas estatísticos relacionados com multicolinearidade.

Pela análise à tabela 4 verifica-se que a variável dependente (AQ) assume um valor maior quando correlacionada com a variável managerial\_owner, do que com a variável concentration\_owner. Isto significa que a percentagem de acções detidas pelos gestores tem um maior impacto, do que a variável concentração de acções detidas pelos maiores accionistas, na diminuição da qualidade dos resultados. Relativamente às variáveis da composição do conselho de administração verifica-se que quando correlacionadas com a variável dependente algumas delas estão negativamente correlacionadas com esta, sugerindo que estas variáveis actuam como controlo para a diminuição da ocorrência de erros nos resultados. É o caso da variável WomanBoard, BoardSize e BoardMeet. Já a variável Dual (dualidade dos cargos CEO/presidente) e BoardInd estão positivamente correlacionada com AQ. É de realçar que o sinal da correlação da variável BoardInd com a variável dependente não é consistente com as investigações anteriores. Analisando os coeficientes de correlação das variáveis de

controlo com a variável dependente, verifica-se que apenas uma variável de controlo, volatilidade das vendas (DP\_Sales), não apresenta o sinal do coeficiente de correlação similar ao das investigações de Dechow e Dichev (2002).

### 6.3 Análise Multivariada

A tabela 5 apresenta os resultados da regressão do modelo empírico (equação 7).

**Tabela 5**

**Resultados do modelo empírico**

Variável	Coeficiente	t-Statistic	Prob
C	0,016793	0,71908	0,4732
MAN_OWNER	0,065079	3,983141	0,0001
CONC_OWNER	0,000124	0,014528	0,9884
WOMANBOARD	-0,002195	-1,348816	0,1794
BOARDSIZE	0,002098	2,602971	0,0101
BOARDMEET	7,64E-05	0,138748	0,8898
DUAL	0,008134	0,901766	0,3686
BOARDIND	0,024547	1,608976	0,1097
LOG_TOTALASSETS	-0,002725	1,435044	0,1533
DP_CFO	0,276226	11,339420	0,0000
DP_SALES	-0,004259	-0,274506	0,7841
LOG_OPECYCLE	0,000409	0,238087	0,8121
NEGEARN	0,018375	7,021230	0,0000
R <sup>2</sup>	0,697224	F-Statistic	29,74418
R <sup>2</sup> ajustado	0,673784	Prob(F-Statistic)	0,0000

A tabela 5 apresenta os resultados da regressão estimada por OLS (método dos mínimos quadrados) relativamente à equação 7. Ou seja, os resultados apresentados nessa tabela evidenciam o estudo do efeito de certos factores do governo das sociedades, como o caso da estrutura do conselho de administração, bem como a estrutura accionista das empresas, no controlo e monitorização da qualidade dos resultados. É de realçar que os resultados dos testes empíricos realizados para a análise das várias hipóteses definidas para este estudo estão traduzidos nesta tabela. Pela análise das variáveis deste estudo realça-se que tanto a componente da estrutura do capital da empresa, como a componente que retrata as características do conselho de administração são representadas por um conjunto de variáveis. A componente que aborda a estrutura do capital da empresa é decomposta em duas variáveis, a proporção de acções detidas pelos membros da gestão (ManagerialOwner) e a variável que analisa

a concentração de acções detidas pelos accionistas que detêm mais de 2% do capital da entidade (ConcentrationOwner). Relativamente à componente que se debruça sobre as características do conselho de administração esta divide-se nas seguintes variáveis: dimensão do conselho de administração, ou seja o número de directores presentes no conselho de administração, a dualidade CEO/Presidente, a existência de mulheres no conselho de administração e a independência dos directores que compõem o conselho de administração.

Os resultados da regressão do modelo 7 reportados na tabela 5 indicam que o coeficiente da variável ManagerialOwner é estatisticamente significativo e positivo (0.0655  $t=3.98$ ), sugerindo que as empresas que apresentam uma maior participação detida pelos gestores no capital estão associadas a uma menor qualidade dos resultados, visto que a medida da qualidade dos *accruals*, representada pelo desvio padrão dos resíduos, está positivamente relacionada com a variável ManagerialOwner. Esta investigação é oposta aos estudos de Ali, Salleh e Hassan (2008), Banderlipe (2009), Dhaliwal, Salamon e Smith (1982), Ebrahim (2007), Klein (2002) e Warfield et al. (1995) que afirmam que a participação detida pelos gestores está associada à baixa qualidade da informação financeira. Contudo segundo as investigações de Denis & McConnell (2003); Fama & Jensen (1983); Weisbach (1988) uma elevada participação da gestão no capital da empresa pode transmitir aos gestores um maior poder destes perseguirem os seus objectivos sem terem receios de punições. De facto, gestores com elevadas participações podem recorrer à manipulação dos resultados com o propósito de manterem os preços das acções elevados e aumentarem desta forma o valor das suas acções (Yang, Lai & Tan 2008). Desta forma a Hipótese 1 que afirma que a variável ManagerialOwner está negativamente relacionada com a qualidade dos resultados deve ser rejeitada.

É visível pela tabela 5 que o coeficiente da variável ConcentrationOwner é positivo e não é estatisticamente significativo (0.00012  $t=0.015$ ). Ou seja, não se pode afirmar que esta variável irá afectar a qualidade dos resultados. O sinal que esta variável apresenta não é consistente com as investigações de Ali et al. (2008) e Iturriaga & Hoffmann (2005) que afirmam que a existência de grandes accionistas aumenta a qualidade dos resultados. De acordo com Dechow, Sloan & Sweeney (1996) os grandes accionistas têm um forte incentivo em envolverem-se activamente na monitorização do

comportamento da gestão, reduzindo desta forma o oportunismo da gestão em envolver-se em manipulação dos resultados. A hipótese 2 deve ser rejeitada pois os resultados mostraram que a variável *ConcentrationOwner* não afecta a qualidade dos resultados.

Analisando os resultados das variáveis que estão relacionados com as características do conselho de administração, verifica-se que o coeficiente da variável que traduz a dimensão do conselho (*BoardSize*) é positivo e é significativo (0.002  $t=2.60$ ). O resultado do sinal do coeficiente desta variável é contraditório com as investigações de Pearce e Zahra (1991), que afirmam que um conselho de maiores dimensões garante uma melhor supervisão da equipa de gestão e uma melhor qualidade das decisões tomadas ao nível empresarial. Não obstante, um excessivo número de directores no conselho pode ser um obstáculo na tomada de decisões de forma rápida e eficiente devido há possibilidade de ocorrerem problemas de comunicação e coordenação. Beasley (1996) defende a existência de uma relação positiva entre a dimensão do conselho e a possibilidade de ocorrer fraudes nos resultados financeiros. Vafeas (2000) enaltece que os resultados das empresas cujo número de elementos dos conselhos é menor são mais eficientes que as empresas que possuem conselhos de maiores dimensões. Desta forma a Hipótese 3 que afirma que a variável dimensão do conselho está positivamente relacionada com a qualidade dos resultados não deve ser rejeitada.

Outra variável que simboliza as características do conselho diz respeito ao número de reuniões realizadas no conselho de administração (*BoardMeet*). Verifica-se pela tabela 5 que o coeficiente desta variável é positivo e não é significativo na explicação da qualidade da informação financeira (0.000076  $t=0.14$ ). Ao analisar o sinal do coeficiente desta variável pode-se concluir que este não é consistente com a grande maioria das investigações anteriores, ou seja quanto maior for o número de reuniões realizadas anualmente pelo conselho menor será a ocorrência de manipulação de resultados e consequentemente maior será a qualidade da informação financeira. De acordo com Carcello et al. (2006); Xie et al. (2003); Baxter et al. (2009) um conselho que se reúne mais vezes anualmente terá mais tempo para analisar sobre várias questões e será mais capaz de controlar o comportamento dos gestores. Desta forma conclui-se que a hipótese 4 deve ser rejeitada visto que os resultados evidenciam que a variável *BoardMeet* não afecta a qualidade dos resultados.



Relativamente à variável dualidade CEO/Presidente (Dual) constata-se que o sinal desta variável é positivo contudo não é significativo (0.008  $t=0.90$ ). Ou seja, mais uma vez não se pode afirmar que esta variável irá influenciar a qualidade dos resultados. Contudo, analisando mais uma vez o sinal do coeficiente da variável verifica-se que este vai de encontro com investigações anteriores. Jensen (1993); Klein (2002<sup>a</sup>) afirmam que a separação entre CEO e presidente trará maior independência ao conselho visto que existe uma maior redução da influência do CEO no conselho. Desta forma conclui-se que a hipótese 5 deve ser rejeitada visto que os resultados evidenciam que a variável Dual não afecta a qualidade dos resultados.

Outra variável que foi objecto de análise foi a variável que retrata a diversidade do género no conselho. Essa variável é representada por WomanBoard e refere-se ao número de mulheres presentes no conselho de administração. Analisando o coeficiente dessa variável verifica-se que este assume um valor negativo contudo não significativo (-0.002  $t=-1.35$ ). Apesar de não ser significativa o sinal da variável vai de encontro com as investigações de Carter et al. (2003) e Campbell & Minguez Vera (2008) que afirmam que a presença de directores do sexo feminino no conselho está associada a uma melhoria do desempenho financeiro. Argumentam também que o envolvimento das mulheres nas decisões do conselho pode melhorar o processo de tomada de decisão. Desta forma conclui-se que a hipótese 6 deve ser rejeitada visto que os resultados evidenciam que a variável WomanBoard não afecta a qualidade dos resultados.

A última variável do governo das sociedades analisada neste estudo refere-se à independência dos directores presentes no conselho. O coeficiente desta variável como é visível na tabela 5 apresenta um valor positivo e não é significativo (0.025  $t=1.61$ ). Os resultados desta variável não são consistentes com as investigações anteriores. Segundo Klein (2002<sup>a</sup>) e Peasnell et al. (2005) usando dados dos EUA e Reino Unido, respectivamente, os directores externos desempenham um papel importante na resolução do problema de agência entre gestores e accionistas e subsequentemente existe uma maior monitorização do comportamento da gestão. Perante tal resultado do estudo questiona-se se os conselhos das empresas analisadas são verdadeiramente independentes quando se envolvem na tomada de decisões. Desta forma conclui-se que a hipótese 7 deve ser rejeitada visto que os resultados evidenciam que a variável BoardInd não afecta a qualidade dos resultados.

Relativamente às variáveis de controlo verifica-se que o coeficiente da variável logaritmo total do activo é negativo e não é significativo (-0.0019  $t=-1.44$ ), o sinal da variável sugere que empresas de menor dimensão apresentam uma menor qualidade de resultados. Constata-se também que o coeficiente da variável volatilidade do cash flow é positivo e significativo (0.276  $t=11.34$ ), sugerindo que empresas com uma maior volatilidade no cash flow têm maior tendência a apresentarem uma fraca qualidade dos resultados. Já a variável volatilidade das vendas apresenta um coeficiente negativo e não significativo (-0.004  $t=-0.27$ ), o que não vai de encontro com os resultados de Dechow e Dichev (2002) pois seria de esperar que quanto maior fosse a volatilidade das vendas mais baixa seria a qualidade dos resultados. Relativamente à variável duração do ciclo operacional, verifica-se pelos resultados da tabela 5 que o coeficiente desta variável é positivo e não significativo (0.0004  $t=0.24$ ). Já a variável frequência de resultados negativos durante o período de t-4 relativamente aos anos de 2010 a 2012, constata-se que o coeficiente é positivo e significativo (0.018  $t=7.02$ ). Ou seja os resultados desta variável vão de encontro com as investigações de Dechow e Dichev (2002) uma vez que uma maior incidência de resultados negativos alcançados pelas entidades é sinónimo de menor qualidade da informação financeira.

Verifica-se também pela tabela 5 que o  $r^2$  ajustado assume um valor de 67.4% o que significa que a qualidade dos resultados pode ser explicada nessa percentagem pelas variáveis independentes apresentadas no modelo empírico. Além disso, também é visível que o valor prob da estatística F é 0.0000, indicando que o modelo é válido na explicação da qualidade dos resultados.

## 7. Conclusão

Este estudo teve como objectivo examinar o efeito do sistema de governo de sociedades, que inclui o conselho de administração e a estrutura de participação empresarial, na qualidade da informação financeira. O estudo evidencia-se pela sua importância visto que os utilizadores da informação financeira têm vindo exigir que as organizações adoptem mecanismos de controlo e monitorização, de forma a garantir níveis favoráveis de credibilidade e confiança da informação prestada aos utilizadores desta. As práticas e regras do governo das sociedades surgem como um mecanismo que visa atenuar e minimizar a ocorrência de manipulação de resultados, e desta forma aumentar a confiança dos investidores relativamente à entidade.

De maneira a proceder ao alcance do objectivo proposto, inicialmente houve a necessidade de recorrer a um modelo que permita a análise da qualidade dos resultados. O modelo utilizado para esse fim é o modelo modificado de Dechow e Dichev (2002) proposto por Francis et al. (2005) caracterizando-se por utilizar a qualidade dos accruals como medida da qualidade dos resultados. Após determinada o valor da variável desvio padrão dos resíduos da equação do modelo de Francis et al. (2005) procedeu-se à análise do modelo multivariado que está sobretudo relacionado com o objectivo do estudo, ou seja a análise da relação entre a qualidade do sistema de governo das sociedades e qualidade dos resultados.

A amostra utilizada para a elaboração deste estudo consiste nas empresas cotadas no índice FTSE 100 da bolsa de valores de Londres e que após as várias exclusões efectuadas resultou numa amostra de 56 empresas para um período de análise de 2010 a 2012, perfazendo deste modo um total de 168 observações.

Os resultados do estudo mostram que certas variáveis do governo das sociedades têm impacto ao nível da qualidade da informação financeira. É de referir que a variável percentagem de participação detida pelos gestores no capital da empresa, bem como a variável dimensão do conselho apresentam um impacto significativo na componente qualidade dos resultados. Conclui-se que quanto maior forem os valores destas duas variáveis maior será a propensão de ocorrerem erros ao nível dos resultados, ou seja menor será a qualidade da informação financeira. Os resultados do estudo também evidenciam que apesar de muitas das variáveis que representam o governo das sociedades não serem significativas quando relacionadas com a qualidade dos

resultados, algumas delas apresentam o sinal do coeficiente similar a estudos anteriores, sendo um indicador acerca da tendência que certas variáveis apresentam quando comparadas com a qualidade da informação financeira.

É visível também que as variáveis de controlo como a volatilidade do cash flow operacional, bem como a variável que retrata a incidência de resultados negativos são significativas no modelo e portanto quanto maior forem os seus valores maior será o seu contributo para uma menor qualidade dos resultados.

Este estudo encontra-se sujeito a algumas limitações que devem ser tidas em conta quando se efectua a interpretação dos resultados. A primeira limitação a ser referida diz respeito à dimensão da amostra, a amostra utilizada neste estudo caracteriza-se por ser de reduzida dimensão, e portanto pode ser uma fonte de preocupações quando se pretende analisar algo tão geral como a relação entre o governo das sociedades e a qualidade dos resultados. Outra potencial limitação diz respeito à forma como é medida a qualidade dos resultados. Neste caso decidiu-se optar pelo modelo modificado de Dechow e Dichev (2002) proposto por Francis et al. (2005), contudo existem muitos outros modelos que recorrem a outras características dos resultados como a persistência, previsibilidade, relevância, tempestividade e conservadorismo. Como perspectiva para uma futura investigação seria de grande interesse utilizar uma amostra de maiores dimensões, incorporar outras características de governo das sociedades ao modelo empírico, bem como efectuar uma comparação de resultados entre os diferentes modelos existentes para a análise da qualidade dos resultados.

## Bibliografia

Adiguzel, H. (2013) “Corporate Governance, Family Ownership and Earnings Management: Emerging Market Evidence”, *Accounting and Finance Research*, Vol.2, N°4, pp 17-29.

Alves, S. (2012) “Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal”, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol.6, N°12, pp 57-74.

Bos, S., Pendleton, A. e Toms, S. (2013) “Earnings management in the UK: Managerial share ownership, minority shareholder protection and discretionary accruals” *Working Paper*.

Chen, G., Firth M., Gao D. e Rui O. (2006) “Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China” *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, N°3, pp 424-488.

Chen, KY., Elder RJ. e Hsieh Y-M. (2005) “Corporate Governance and Earnings Management: The Implications of Corporate Governance Best-Practice Principles for Taiwanese Listed Companies” *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol.3, N°2, pp 73-105.

Collins, D. e Hribar, P. (2002) “Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research”, *Journal of Accounting Research*, Vol.40, N°1, pp 105-134.

Dhaliwal, D., Naiker, V., Navissi, F., (2006) “Audit Committee Financial Expertise, Corporate Governance and accruals quality: an empirical analysis”, *Working Paper*, University of Auckland.

Brandão, E. (2003), Finanças, Porto: Porto Editora.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. e Schipper, K. (2005) “The market pricing of accruals quality”, *Journal of Accounting & Economics*, vol.39, pp 295-327.

González JS. e Meca EG. (2013) “Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets?”, *Journal of Business Ethics*, Vol.121, N°3, pp 419-440.

Gulzar, M. e Wang, Z. (2011) “Corporate Governance Characteristics and Earnings Management: Empirical Evidence from Chinese Listed Firms”, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol.1, N°1, pp 133-151.

Houque, MN., Zijl, T., Dunstan, K. e Karim, A.K.MW. (2010) “Does Corporate Governance affect Earnings Quality: Evidence from an Emerging Market”, *Business Management Review*, Vol.7, N°3, pp 48-57.

Jensen, M. e Meckling, W. (1976) “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, N°4, pp 2-77.

Jeter, DC. e Shivakumar L. (1999) “Cross- Sectional Estimation of Abnormal Accruals using Quarterly and Annual Data: Effectiveness in detecting Event-specific Earnings Management”, *Accounting and Business Research*, Vol.29, N°4, pp 299-319.

Jones, K., Krishnan, GV. e Melendrez, K. (2010) “Do models of discretionary accruals detect actual cases fraudulent and restated earnings? An empirical evaluation”, *Cotemporary Accounting Research*, Vol.25, N°2, pp 499-53.

Klein, A. (2002) “Audit committee, board of director characteristics, and earnings management”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.33, N°3, pp 375-400.

Lara, J., Osma, B. e Mora, A. (2010) “The effect of earnings management on the Asymmetric Timeliness of Earnings” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.32, N°3-4, pp 691-726.

Larcker, D., Richardson, S. e Tuna, I. (2007) “Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance” *The accounting Review*, Vol.82, N°4, pp 963-1008.

Lin, ZX. e Shih MS., “New Insights into Using Jones-Type Models to Detect Earnings Management: Interpretations and Implications for Earnings Management Research” *Working paper*, National University of Singapore.

Liu, J. (2012) “Board Monitoring, Management Contracting and Earnings Management: An Evidence from ASX Listed Companies” *International Journal of Economics and Finance*, Vol.4, N°12, pp 121-136.

McColgan, P. (2001) “Agency theory and corporate governance: a review of the literature from UK perspective” *Working paper*.

Meca, EG. e Ballesta, JPS. (2009) “Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.17, N°5, pp 594-610.

Miranda, V. (2013) “Qualidade dos resultados e qualidade de auditoria nas empresas não cotadas europeias”, *Working paper*, Lisbon School of Economics and Management.

Norwani, NM., Mohamad ZZ. e Chek IT., (2011) “Corporate governance failure and its impact on financial reporting within selected companies”, *International Journal of Business and Social Science*, Vol.2, Nº21, pp 205-213.

Peasnell, K.V., Pope, P.F. e Young, S. 2005 “Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.32, Nº7-8, pp 1311-1346.

Ronen, J. e Yaari, V. (2008) “Earnings management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research”, *Springer Series in Accounting Scholarship*, Vol.3.

Scott, P. and Young, D. (2004) “The Theories Behind Corporate Governance”, [http://www.havingtheircake.com/content/1\\_Ideas%20that%20shape%20the%20world/fact%20and%20opinion/The%20theories%20behind%20corporate%20governance.lnk](http://www.havingtheircake.com/content/1_Ideas%20that%20shape%20the%20world/fact%20and%20opinion/The%20theories%20behind%20corporate%20governance.lnk),  
acedido em 12 de Março 2014.

Shih, MS. (2013) “Measuring Discretionary Accruals: Are ROA-Matched Better than the Original Jones Type Models?” *Review of Accounting Studies*, Vol.19, Nº2, pp736-768.

Xie, B., Davidson, W. e DaDalt, P. (2003) “Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.9, Nº3, pp 295-316.

Weir, C., Laing, D., McKnight, P. (2001) “An empirical analysis of the impact of corporate governance mechanisms on the performance of UK firms quality: an empirical analysis” *Working paper*